



VERTRAUENSVERLUST DER ANLEGER

Schlechte Börsenentwicklung

Bei Licht betrachtet ist die „Grosswetterlage“ für Aktien im Grunde genommen positiv; **die Zinsen sind tief und werden bis auf weiteres tief bleiben**, die Konjunktur und **die Unternehmensgewinne steigen langsam an**, wobei das geringe Tempo des Aufschwungs und die vorhandenen Überkapazitäten dafür sorgen, dass **keine Inflation** aufkommt. Die Unternehmensgewinne werden im vierten Quartal bzw. im nächsten Jahr in den meisten Branchen wieder langsam steigen. Die Bewertung der Aktien ist relativ tief; in den meisten Ländern notieren Aktien heute 30 % unter den früheren Höchstständen oder sogar noch tiefer. Aktien sind zwar gemessen am

Aktien sind unterbewertet

Kurs/Gewinn-Verhältnis heute immer noch teurer als vor 10 oder 15 Jahren. **Dies sollte jedoch nicht zur Ansicht verleiten, dass Aktien teuer sind, denn verglichen mit dem Zinsniveau bewegen sich die Kurs/Gewinn-Verhältnisse historisch gesehen eher im unteren Bereich.**

Trotz dieser positiven Grundsituation und der Tatsache, dass **die Aktienkurse normalerweise gegen Ende - nicht nach dem Ende - einer Rezession anziehen**, bewegen sich die Aktienkurse heute in den letzten Wochen nur in einer Richtung - nämlich nach unten. Diese Bewegung ist unserer Ansicht nach auf die wachsende Verunsicherung der Anleger in Bezug auf die Qualität der Unternehmensfüh-

rung und die Enttäuschung über Manipulationen zurückzuführen.

Nach den verschiedenen grossen Skandalen um Enron, Worldcom, Xerox, Tyco, Halliburton, Merck, KPNQwest und anderen Unternehmen, die Anleger im grossen Stil über Umsätze und Erträge irreführt haben, fragen sich die Anleger heute generell, wem sie noch glauben können. Auch viele kleinere und vor allem junge Unternehmen konnten die früher etwas vollmundig verkaufte Zukunft nicht in der gewünschten Weise realisieren.

Der deutsche Neue Markt und der Schweizer SWX New Market bestehen leider grösstenteils aus Firmen, die ihre eigenen Versprechungen nicht erfüllen können. Damit stellt sich für den Anleger aber ganz generell die Frage, ob die Erwartungen und Erfolge, die Ende der 90iger Jahre Kurse in die Höhe getrieben hatten, überhaupt echt waren oder ob alles nur „Schall und Rauch“ war. Diese tiefe Verunsicherung führt dazu, dass Anleger heute bei jedem Gerücht nervös reagieren, ihre Aktien auf den Markt werfen und damit sinken auch die Kurse von Gesellschaften, die weder von Skandalen betroffen sind, noch Misserfolge aufzuweisen haben.

Managementskandale führen zur Vertrauenskrise

In der heutigen Stimmung übertreibt die Börse letztlich in negativer Richtung. Während im Jahr 1999 und teilweise auch noch 2000 Anleger an jede Prognose geglaubt und gierig jede gute Meldung aufgeschnappt hatten, um

die Kurse in die Höhe zu treiben, ist heute das Gegenteil der Fall.

In einem nervösen Markt führt jede schlechte Nachricht zu Kurseinbrüchen und jedes Gerücht zu weiteren Verkäufen.

Es gibt zwar einige Gesellschaften, die die schlechte Behandlung durch die Börse und den entsprechenden Abwärtstrend voll verdienen, da sie tatsächlich wenig unternehmerische Substanz vorweisen können und deshalb anzunehmen ist, dass sie nie wieder hohe Gewinne ausweisen werden. Gerade die Unternehmen, die auf der „New Economy“- oder der Telecom-Welle geritten sind und ihre Kurse mit mehr oder weniger phantasievollen Zukunftsprognosen und zum Teil auch mit fiktiven Umsätzen und Gewinnen in die Höhe getrieben hatten, verfügen im allgemeinen weder über ein Geschäft, das nachhaltig Gewinne eintragen kann noch über ein Management, das fähig ist, Probleme zu überwinden und positive Impulse zu geben. **Diese Unternehmen werden den heutigen Wirtschaftszyklus und die heutige Börsenbaisse nicht oder nur in stark reduzierter Form überleben.**

Andere Unternehmen aber, die über eine vernünftige Führung und auch über eine nach-

Gut geführte Unternehmen werden die Gewinner sein

haltig erfolgreiche Geschäftstätigkeit verfügen, werden sich vom Konjunkturrückgang wie auch von der Börsenbaisse erholen. **Wie in jedem bisherigen Zyklus werden ihre Gewinne im Rahmen der wirtschaftlichen Erholung wieder anziehen, wobei der Ge**

winnanstieg dank Restrukturierungs- und Sparmassnahmen meist überproportional stark ist. In der geradezu panikartigen Absatzbewegung der verunsicherten Anleger geht diese Tatsache vergessen, weshalb die Anleger keinen Unterschied mehr zwischen den einzelnen Unternehmen machen. Die einen werden sich vom Wirtschaftsrückgang nicht oder kaum mehr erholen und die anderen Unternehmen werden diesen Zyklus wie die vorherigen Zyklen überstehen. Dies führt bei vielen qualitativ guten Unternehmen zu krassen Unterbewertungen (Nestlé, Novartis und viele andere).

Die Unterbewertung, die durch die Panikreaktion der Anleger entsteht, eröffnet **Marktteilnehmern, die über bessere Nerven verfügen, heute mittel- und langfristig sehr grosse Chancen.** Das Kursniveau vieler qualitativ guter Gesellschaften ist heute auf einem Punkt angelangt, der im langfristigen Vergleich tief ist und damit dem langfristig orientierten Investor die Möglichkeit gibt, in den **nächsten Jahren überdurchschnittliche Gewinne zu realisieren.** Empirische Untersuchungen zeigen auch, dass Käufe in

Gelegenheit zu hohen Gewinnen

Börsenbaisen letztlich im mittelfristigen Vergleich zu sehr hohen Renditen führen. Deshalb glauben wir, dass **Anleger, die heute Aktien halten oder kaufen, in den nächsten Jahren mit überdurchschnittlichen Renditen rechnen können.** Dann werden nämlich all diejenigen Anleger, die heute den Markt in Panik verlassen, wieder zurückkehren und zu sich erheblich höheren Kursen wieder mit Aktien eindecken.

DER SCHWACHE DOLLAR

Was wir schon vor einiger Zeit prophezeit hatten, ist nun eingetroffen: **Der Dollarkurs geht massiv zurück.** Die amerikanische

Währung ist von ihrem Höchststand von 1.8132 am 25. Oktober 2000 bis zum heutigen Kurs von CHF 1.4 bereits rund 20% zu-



rückgegangen. Im selben Zeitraum ist der Wert des Dollars auch gegenüber dem Euro um mehr als 20% gesunken. Dieser Rückgang des Dollars ist aus folgenden Gründen gerechtfertigt:

Kaufkraftparität

Der Dollar ist gegenüber dem Euro nach Kaufkraftparität immer noch überbewertet d.h. wer in den USA Waren- und Dienstleistungen erwirbt, zahlt heute mehr als in der EU oder auch in der Schweiz. Die Erfahrung zeigt, dass sich die **Währungen von Industrieländern mittelfristig relativ stark von der Kaufkraftparität entfernen können, weil die Zahlenströme in den Kapitalmärkten grösser sind als die Zahlungsströme, die durch Käufe von Waren und Dienstleistungen ausgelöst werden.** Langfristig aber pendeln sich die Währungskurse

Dollar ist immer noch überbewertet

immer auf der Kaufkraftparität ein. Tendenziell fließt Geld in den Währungsbereich, in dem günstiger eingekauft werden kann und diese Geldflüsse führen dazu, dass die Währung des „teuren“ Landes langsam sinkt, während die Länder, die Währung des „billigen“ Landes steigt.

Ein Gleichgewicht zwischen den Währungen ist nur erreicht, wenn im EU-Raum für einen bestimmten Betrag die gleiche Gütermenge gekauft werden kann wie in den USA.

Das Leistungsbilanzdefizit der USA

Das Leistungsbilanzdefizit der USA beläuft sich zur Zeit auf ca. 300 bis 400 Mia. USD jährlich. Das heisst, dass die Amerikaner für 350 Mia. mehr Güter und Dienstleistungen einkaufen als sie Güter und Dienstleistungen an das Ausland verkaufen. Um dies zu refinanzieren, muss pro Jahr die gleiche Menge Geld vom Ausland in Form von Anleihen, Direktbeteiligung oder Aktienkäufen in die

USA fließen. Pro Arbeitstag beträgt dies

Ausland finanziert Leistungsbilanzdefizit mit 3 Milliarden Franken pro Arbeitstag

rund zwei Milliarden Dollars, die in die USA fließen müssen. Kommt dieser Zufluss in die USA ins Stocken, so muss sich der Dollar zwangsläufig gegenüber den übrigen Währungen abschwächen, da ein Überangebot von Dollars ausserhalb der USA entsteht, das auf den Kurswert drückt.

In den letzten Jahren ist nicht nur der zur Deckung des Leistungsbilanzdefizits notwendige Betrag in die USA zurückgeflossen, sondern noch wesentlich mehr, was dazu führte, dass der Dollar trotz Leistungs-bilanzdefizit anstieg. Dieses Geld floss zur Hauptsache in den Aktienmarkt, primär in den NASDAQ, da die gesamte Welt in Titel an der amerikanischen Technologiebörse investierte. Nachdem Investitionen in Technologietitel wegen der unsicheren Aussichten dieses Bereiches und dem allgemeinen Vertrauensverlust von vielen Anlegern gemieden werden, ist die Attraktivität dieser Börse sichtlich zurückgegangen, was auch der entsprechende Kursrückgang von den US-Börsen zeigt. **Dieser Rückgang der Investitionen hat den Geldfluss in die USA abrupt gestoppt und zum entsprechenden Kursrückgang des US Dollars geführt.**

Natürlich stellt sich heute die Frage, ob der Dollar mit seinem heutigen Kurs bereits einen Tiefststand erreicht hat oder ob noch ein weiterer Kursrückgang zu erwarten ist. Das Invico[®]-Analyseteam ist der Ansicht, dass der Dollar noch keinen Boden gefunden hat, da die oben dargestellten Probleme, d.h. Überbewertung nach Kaufkraftparität und das Leistungsbilanzdefizit, weiterhin bestehen bleiben werden.

Der Dollar muss noch wesentlich weiter sinken, um die Kaufkraftparität zum Euro zu finden und er muss auch noch wesentlich mehr sinken, um die Importe von Dienstleis-



tungen und Gütern so zu verteuern und die Exporte zu verbilligen, dass sich in der Leistungsbilanz ein Gleichgewicht finden lässt.

Wir erwarten, dass der Dollar zum Schweizer Franken per Ende Jahr auf 1.40 sinkt und wir wären nicht erstaunt, wenn er in den nächsten

Dollar – Obligationen bergen Währungsrisiken

12 Monaten das Niveau von 1.30 bis 1.35 testen würde. **Entsprechend vermeiden wir heute Anlagen in Dollarobligationen und legen nur so weit in amerikanischen Aktien an, wie wir annehmen können, dass die Kursgewinnchancen das Dollarrisiko wettmachen.** Diese Konstellation ist natürlich nur bei Exportunternehmen gegeben, die von einem schwachen Dollar profitieren werden.

Die langfristige Entwicklung des Dollars

gegenüber dem Schweizer Franken zeigt, dass es in den letzten 20-30 Jahren immer wieder zu ausgeprägten zyklischen Bewegungen gekommen ist, die von stark überhöhten und zum Teil extrem tiefen Phasen geprägt war.

Wir sind der Ansicht, dass wir vom Extrem der überhöhten Kurve allenfalls sogar wieder an einen extremen Tiefpunkt kommen könnten, so dass die oben prognostizierten Kurse allenfalls noch unterschritten werden könnten.

Eine schnellere Erholung des Dollars wäre allerdings möglich, wenn sich die Wirtschaft der USA überzeugend erholt und der amerikanische Technologiesektor entsprechend anzieht, was entsprechende Geldströme in die Vereinigten Staaten auslösen würde. Eine kriegerische Auseinandersetzung mit dem Irak könnten auch wieder eine Flucht in den Dollar als „Safe haven“-Währung bewirken.

HEDGE-FONDS

Anleger hören immer von den grossen Erfolgen von Hedge-Fonds, deren Performance weiter über der Performance der massgebenden Indizes liege und die auch alle anderen Anlagevehikel und Vermögensverwalter schlage. Viele fragen sich deshalb, was Hedge-Fonds eigentlich sind, und ob und wie sie auch selbst von diesen hohen Renditen profitieren können.

Hedge-Fonds - eine gemischte Kategorie

Als Hedge-Fonds werden heute sämtliche Fonds bezeichnet, die nicht als Anlagefonds bzw. Mutual Fonds einer staatlichen Aufsicht unterstehen. **Letztlich sind es Fonds ohne staatliche Regulierung und ohne gesetzlichen Anlegerschutz, die ohne offizielle Aufsicht dank geeigneter Domizilierung und rechtlicher Ausgestaltung mit mehr oder weniger unkonventionellen Anlagetechniken in allen internationalen Anla-**

gesegmenten gemäss Statutenvorgaben tätig sein können.

In der Kategorie der Hedge-Fonds finden sich deshalb Fonds, deren Statuten es erlauben, mit Krediten zu arbeiten, in Optionen anzulegen, in Rohwaren zu investieren oder mit Leerverkäufen auf Optionen à la Baisse spekulieren. Zum Teil existieren auch Fonds,

Hedge-Fonds unterstehen keiner staatlichen Aufsicht

die zwar in konventionelle Instrumenten wie Aktien und Obligationen anlegen, sich jedoch auf besondere Anlagethemen spezialisieren. Vielfach handelt es sich dabei um Übernahme-situationen oder Investitionen in Unternehmen, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind. Bevorzugte Segmente sind auch



exotische Märkte aber auch ganz allgemein der Verzicht auf Diversifikation.

Hedge-Fonds sind ausserordentlich heterogen und umfassen, wie erwähnt, Fonds mit den unterschiedlichsten Anlagegebieten, Anlage-techniken und Anlagechancen und -risiken. Die Möglichkeit, die Tätigkeit als Hedge-Fonds dank geeigneter rechtlicher Gestaltung und ohne jegliche staatliche Bewilligungspflicht und Aufsicht aufzunehmen, hat dazu geführt, dass es heute ausserordentlich viele Hedge-Fonds gibt. Nach Schätzungen von Arthur Andersen gibt es zurzeit ungefähr 6000 Anlagevehikel mit einem Volumen von über 300 Milliarden US-Dollars, die in dieser Kategorie tätig sind.

Hohe Risiken bei einzelnen Fonds

Die Bezeichnung Hedge-Fonds, die auf ein **"Hedging" (d.h. ein Absichern) und damit auf risikolose Anlagen hinweist, ist bei den meisten Fonds dieser Kategorie irreführend.** Diese Fonds weisen im Gegenteil gegenüber konventionellen Anlageformen ein wesentlich erhöhtes Risiko auf, das sich entweder aus dem betreffenden Anlagegebiet oder einer speziellen Anlagentechnik ergibt.

Diese erhöhten Risiken sind es gerade, die dazu führen, dass Hedge-Fonds manchmal ausserordentlich gute Resultate erzielen. Das hohe Risiko, das mit gewissen Anlagentechniken (Anlagen in Derivaten, nicht diversifi-

**Hohe Risiken -
Hohe Gewinne**

zierte Anlagen und Leerverkäufen) verbunden ist, führt - wenn sich die Märkte wunschgemäss entwickeln - zu ausserordentlich guten Ergebnissen. **Hohen Ertragschancen sind in der Regel mit den entsprechend hohen Risiken verbunden.**

Wenn sich die Märkte aber gegen den betreffenden Fonds bewegen, kann dieses Risiko zu ausserordentlichen hohen Verlusten füh-

ren. **Es gibt Hedge-Fonds, die bei starken Veränderungen im Markt 90 % oder sogar mehr ihres Anlagevermögens verloren haben.**

Immer wieder findet man Hedge-Fonds, die in einer kurzen oder längeren Periode Vergleichsindices oder andere Anlageformen schlagen. Dies ist wesentlich darauf zurückzuführen, dass aufgrund des sehr hohen Risiko/Renditepotential immer wieder der eine oder andere Fonds sehr positiv abschneidet. Über die Vielzahl von Fonds, die normale oder sogar unterdurchschnittliche Resultate erzielen, wird einfach nicht oder nur marginal berichtet. Es gilt zu beachten, dass Hedge-Fonds nicht gezwungen sind, ihre Resultate zu veröffentlichen. **Die Konsequenz daraus ist ein völlig intransparenter Markt.** Damit stellen die häufig sehr positiven Berichte über Hedge-Fonds nicht einen Leistungsausweis der gesamten Anlagekategorie dar, sondern häufig nur die statistischen Ausreisser.

**Medienberichte nur über erfolgreiche
Hedge-Fonds**

Intransparenz der Hedge-Fonds-Szene

Während den meisten „normalen“ registrierten Anlagefonds genau vorgeschrieben wird, welche Informationen sie den Anlegern zukommen lassen müssen, bestehen bei Hedge-Fonds keine derartigen Vorschriften. **Die Fondsleitungen bestimmen selbst, was sie den Anlegern offen legen.** Damit bleiben die Informationen, die über Hedge-Fonds offengelegt werden, meist stark hinter dem Standard von normalen Anlagefonds zurück.

Nur wenn grosse Anleger mit einem Hedge-Fonds beim ersten Investment einen hohen Informationsstandard vereinbart haben, kann ein ähnliches Niveau wie bei Anlagefonds erreicht werden. Anleger und Anlageberater bei Hedge-Fonds befinden sich daher häufig bezüglich Informationen im **„Blindflug ohne Instrumente“** und müssen der Fondsverwal-



tung die angegebenen Zahlen glauben, ohne deren Genauigkeit wirklich unabhängig überprüfen zu können. Eine relativ grosse Zahl von Hedge-Fonds verzichtet sogar auf die Prüfung durch einen unabhängigen Revisor, was die Informationslage noch einmal erschwert.

Hohe Gebühren

Während bei gewöhnlichen Anlagefonds die Gebühren im Anlageprospekt genau publiziert werden müssen und die Fondsleitung die einmal publizierten Gebühren nicht überschreiten darf, sind Hedge-Fonds völlig frei, ihre Gebühren zu definieren und auch zu ändern. Diese Kosten können relativ stark wachsen, wenn die Fondsleitung ein Erfolgshonorar bezieht. **Hedge-Fonds sind damit meistens eine teure Anlage mit intransparenten Kostenstrukturen.** Diese Kosten werden noch einmal massiv gesteigert, wenn Anleger nicht direkt in Hedge-Fonds investieren, sondern Anteile von Beteiligungsgesellschaften oder „Funds of Funds“ erwerben, die ihrerseits in Hedge-Fonds investieren. In diesem Falle kommen zu den Belastungen des Hedge-Fonds selbst noch die Gebühren der Beteiligungsgesellschaft bzw. des Fonds, was zum Teil zu einer doppelten Gebührenbelastung führen kann. (Böse Zungen behaupten, das Geld arbeite nicht mehr für den Anleger sondern für die verschiedenen Berater).

Hedge-Fonds - eine zyklische Erscheinung

Die Entwicklung der Hedge-Fonds begann damit, dass einige sehr gute Fondsmanager und Vermögensverwalter für vermögende Klienten Fonds eröffneten, die sie so konstruierten, dass sie nicht der staatlichen Aufsicht unterstehen. **Ziel dieser Fonds war, frei von den Beschränkungen des Anlagefondsrechtes durch aussergewöhnliche und zum Teil auch innovative Anlagetechniken höhere Renditen zu erzielen.**

Nachdem die ersten dieser Fonds erfolgreich gewesen waren, drängten sich in den letzten Jahren immer mehr Anlageberater und Fonds

verwalter in diesen lukrativen Bereich, wobei auch von den Anlegern immer mehr Geld zur

Innovative Anlagetechniken führen zu höheren Renditen

Verfügung gestellt wurde. Dadurch ist das von den Hedge-Fonds verwaltete Vermögen in den letzten zwei Jahren enorm angestiegen.

Wo früher einige wenige Anbieter für ausgewählte, grosse Kunden tätig waren, sind heute Tausende von Anbietern tätig, die riesige Volumen verwalten. **Die Erfahrung zeigt, dass in einem bestimmten Anlagegebiet die Renditen massiv sinken, sobald der Kapitalzufluss zunimmt.** Dies ist darauf zurückzuführen, dass für die ersten Anleger, die in ein bestimmtes Anlagegebiet investieren, Anlagemöglichkeiten mit sehr hohen Renditen bestehen. Sobald allerdings wesentlich mehr Kapital in das Gebiet drängt, muss sich das neue Kapital mit durchschnittlichen und später unterdurchschnittlichen Renditen zufrieden geben.

Diese Entwicklung war beispielsweise auch im Markt für Venture Capital zu beobachten, d. h. bei Investitionen in Jungunternehmen. Die ersten Fonds, die im Venture Capital Bereich tätig waren, fanden hervorragende Anlagemöglichkeiten und konnten tatsächlich hohe Renditen erzielen. Je mehr Fonds jedoch in diesen Bereich eindringen, desto problematischer wurde die Renditesituation. Es gab keine zusätzlichen Anlagemöglichkeiten in jungen, aufstrebenden Gesellschaften, aber es gab immer mehr Kapital. Das führte

Renditeversprechen blenden Anleger

dazu, dass einerseits die Preise für Beteiligungen hochgetrieben wurden und andererseits aber auch immer mehr Geld auf zweit- und drittklassige Anlagen ausweichen musste. Als Konsequenz sanken die Renditen ins-



gesamt massiv und wurden in den Jahren 2000 bzw. 2001 stark negativ.

Der gleiche Zyklus ist nun auch im Bereich der Hedge-Fonds zu erkennen: **Je mehr Geld in diesen Bereich fliesst, desto weniger wahrscheinlich wird es, dass konstant überproportionale Renditen realisiert werden können.** Wir fragen uns deshalb, ob der Hedge-Fonds-Zyklus seinen Höhepunkt bereits überschritten hat und entsprechende Enttäuschungen der Anleger bevorstehen. Wir empfehlen daher, in diesem Sektor nur gezielt zu investieren. Direkte Investitionen im heute relativ tiefen Aktienmarkt erscheinen uns wesentlich vielversprechender, wenn mittel- und langfristig überdurchschnittliche Renditen erzielt werden sollen.

Scharlatane im Hedge-Fonds-Bereich

Der Begriff des Hedge-Fonds ist weder klar definiert noch geschützt und untersteht auch keiner staatlichen Aufsicht. Daher ist dieses Anlagesegment ein geradezu idealer Tummelplatz für die Scharlatane des Finanzmarktes. Unter dem Deckmantel des „Hedge-Fonds“ werden Produkte offeriert, die nur dazu dienen, den Anlegern Geld abzuknöpfen. Gerade das Vehikel Hedge-Fonds ist für derartige Betrugsversuche besonders gut geeignet, da **Anleger manchmal auf den Mythos „Hedge-Fonds“ unkritisch reagieren** und weder deren Anlagetechnik noch die

Erfahrung und Fähigkeiten der Fondsleitung und ihre Gebührenbelastungen kritisch hinterfragen. **Von überhöhten Renditeversprechungen geblendet, steigen Anleger ein und erleiden herbe Enttäuschungen.** Das Auftauchen dieser zweifelhaften Hedge-Fonds-Strategen und selbsternannten Finanzgurus macht es für den Anleger sehr schwer, auf diesem Gebiet die richtigen Entscheidungen zu treffen.

Wer Anteile an einem Hedge-Fonds erwirbt,

Vorsicht vor Finanzgurus

sollte sich deshalb vorher ein genaues Bild über die Promotoren machen. In der Schweiz dem „Europäischen Hedge-Fonds-Center“ bestehen Gesellschaften mit hervorragendem Ruf und fundierter Sachkenntnis. Letztlich können kleinere und mittlere Anleger nur indirekt im Hedge-Fonds-Bereich investieren. Dies geschieht in der Regel über normale Anlagefonds, deren Management mit dem notwendigen Know-how in diesen Bereich investiert (Fund of Funds). Diese Fonds weisen aber konstruktionsbedingt meist relativ hohe Kostenbelastungen auf und erzielen deshalb auch keine überdurchschnittliche Rendite.

DIE SENKUNG DER PENSIONS-KASSENVERZINSUNG VON 4 AUF 3%

In der Schweiz sind zurzeit die Pensionskassen - und insbesondere die Versicherungen, die Pensionskassenlösungen anbieten - dazu verpflichtet, die Einlagen der Versicherten mit 4% p. a. zu verzinsen. Nachdem auf dem mündelsicheren Kapitalmarkt in den letzten zwei Jahren ein Zinsertrag von 4% p. a. nicht mehr zu erzielen war, hat nun der Bundesrat eine Senkung auf 3% angekündigt.

Diese Senkung hat für alle Versicherten erhebliche Konsequenzen. **Das projizierte**

Alterskapital ist nun klar gesunken. Aufgrund des Zinseszins-effektes führt der Rückgang des Zinses von 4 auf 3% zu massiven Unterschieden. Zahlt eine Person beispielsweise während 20 Jahren jedes Jahr CHF 10,000.-- in eine Pensionskasse ein, so wächst dieser Betrag bei 4% Verzinsung auf insgesamt CHF 297'780.-, bei einer Verzinsung von 3% dagegen nur auf CHF 268'700.- - die Lücke beträgt CHF 29'080.- oder 9.80%; ein massiv hoher Betrag. Entsprechend ist es auch zu Protesten breiter Kreise



gegen den Beschluss des Bundesrates gekommen.

Der Beschluss des Bundesrates ist indes verständlich. **Wenn mit Bundesobligationen zur Zeit ein risikofreier Zins von weniger als 3.5% p. a. erreicht werden kann, so ist eine garantierte Rendite von 4% schwierig zu erreichen.** Letztlich kann sie nur dadurch erreicht werden, wenn eine Pensionskasse / Versicherungsgesellschaft höhere Risiken ein

Zinsreduktion trifft Alle

geht, indem sie in Fremdwährungsobligationsen, Obligationen minderer Qualität bzw. in Aktien investiert, oder durch Investitionen in Immobilien hohe Erträge erwirtschaftet.

Die Schwankungen, die bei diesen Instrumenten eintreten, machen es aber praktisch wieder unmöglich, die garantierte Rendite von 4% jährlich zu erreichen. Zwar war es den Versicherungen und Pensionskassen während Jahren mit sehr tiefer Verzinsung dank Aktiengewinnen möglich, dieses Ziel zu erreichen. **In den letzten zwei Jahren hat sich aber gezeigt, dass sich eine hohe Rendite nicht mit risikolosen Strategien erreichen lässt.** Damit ist der Entscheid des Bundesrates folgerichtig und wird dazu führen, dass Versicherungen und Pensionskassen bei ihren Investitionen keine hohen Risiken mehr

eingehen und damit tatsächlich den jährlichen Gewinn von 3% erreichen können. **Besser wäre allerdings gewesen, wenn der Bundesrat von der Idee einer jährlichen Minimalverzinsung abgegangen wäre und eine längerfristige Sicht eingenommen hätte (Minimalverzinsung über eine Periode von 5 bis 10 Jahren),** da eine derartige Verzinsung dann tatsächlich mit einem vernünftig gemischten Portefeuille erreicht werden könnte. Bekanntlich zeigt die Erfahrung, dass Aktieninvestitionen über längere Zeiträume bei richtiger Diversifikation immer erfolgreich sind und die Renditen von risikolosen Anlagen übertreffen (In der Schweiz in den letzten 80 Jahren um 100%).

Für den individuellen Anleger hat der Entscheid des Bundesrates bzw. die Senkung der Verzinsung aber klare Konsequenzen. Wie oben gezeigt, wird sein **Alterskapital geringer sein.** Als Folge daraus wird die 2. Säule für viele nicht mehr den Ertrag bringen, den sie sich für ihre Altersvorsorge vorgesehen und gewünscht hatten. **Damit gibt sich aus dem Entscheid des Bundesrates für den einzelnen Anleger ein Spar- und Anlageproblem:** Da die Leistungen der 2. Säule geringer ausfallen werden als vorgesehen, **muss jeder verstärkt auf das private Sparen und Anlegen setzen.** Daraus muss konkret gefolgert werden, dass das disziplinierte private Sparen und Anlegen wieder wichtiger werden wird.

DOUBEL DIP – KOMMT DIE REZESSION ZWEIMAL?

Im Jahr 2001 geriet die Weltwirtschaft in eine Rezession. Diese war auf die übermässigen Investitionen für EDV und Telekommunikation in Jahren 1999 und 2000 zurückzuführen. In dieser Zeit hatte **die Hysterie betreffend den Wechsel ins Jahr 2000** und nachher die Internet-Euphorie massive EDV-Investitionen ausgelöst, die sich schon kurze Zeit später als unnütz oder mindestens übermässig entpuppten. Entsprechend brachen die EDV-Investitionen im Jahr 2001 zusammen.

Zu einem ähnlichen Zusammenbruch kam es auch im Telecom-Bereich, bei dem die scheinbar grenzenlosen Wachstumschancen der Glasfasertechnologie und vor allem auch der drahtlosen Telefonie zu ganz massiven Überinvestitionen geführt hatten. Der zunächst auf **Telekommunikation und EDV beschränkte Zusammenbruch weitete sich dann im 2. und vor allem im 3. Quartal 2001 zu einer Rezession aus,** die auf die gesamte Industrie durchschlug und sich auch



weltweit ausbreitete. **Die letzte Phase dieser Entwicklung wurde durch den Terroranschlag auf die USA vom 11. September 2001 eingeleitet.**

Zu diesem Zeitpunkt wurde die Rezession, deren Vorhandensein vorher lange verdrängt worden war, zu einem öffentlichen Thema und konnte auch nicht mehr wegdiskutiert werden. Für viele Unternehmen waren diese tragischen Ereignisse auch Anlass und Entschuldigung, nun radikale Schritte zu ergreifen, übermäßige Lager zu räumen und auch konsequente Restrukturierungsschritte wie insbesondere Massenentlassungen einzuleiten.

Die Ereignisse vom letzten September hatten aber auch eine weitere Folge: Die Notenbanken schwenkten konsequent auf einen Kurs

Notenbanken erhöhen Liquidität

ein, dessen Ziel eine Belebung der Wirtschaft war. Indem sie die Zinsen senkten, führten sie der Wirtschaft Liquidität zu. **Diese Liquiditätsspritze verursachte zunächst im November und Dezember ein Erstarken der Aktienkurse**, war aber auch nachher der Grund für positive Effekte in der Realwirtschaft; langsam begann die Investitionsneigung der Konsumenten und gewisser Unternehmen wieder zu steigen.

Der Aufstieg aus der Rezession ging dank der weltweit koordinierten Reaktion der Notenbanken relativ rasch vor sich. Ende des vierten Quartals 2001 sowie im ersten Quartal 2002 kam es in den USA wieder zu positivem Wachstum und auch in Europa begann wieder eine positive Bewegung. **Diese schnelle Erholung war wohl nicht nur auf das Verhalten der Notenbanken zurückzuführen, sondern auch auf den Umstand, dass die Konsumnachfrage in den meisten Gebieten trotz Rezession relativ stabil geblieben** war bzw. nur punktuell wie z.B. bei Computern, Möbeln und Handy- bzw. Telekommunikationsgeräten signifikant zurück-

gegangen war.

Kommt ein zweiter Rückschlag?

Die Börse entwickelt sich nun seit zwei Monaten nicht mehr positiv und eilt in den letzten Tagen sogar von Tiefstand zu Tiefstand. Dieser neue Einbruch wird zum Teil von Analysten damit begründet, dass die Ende 2001 begonnene Erholung nicht dauerhaft wäre, sondern durch eine zweite Rezession abgelöst werden würde. Häufig wird auf die Jahre 1972/1973 hingewiesen, in denen es tatsächlich zu einer doppelten Rezession, d.h. zum berühmten „Double Dip“ kam.

Nach einer hauptsächlich durch Überinvestitionen ausgelösten ersten Rezession (ähnliche Faktoren wie die Rezession des Jahres 2001) kam es vor 30 Jahren nach einer kurzen wirtschaftlichen Erholung, die etwa zwei Quartale gedauert hatte, zu einer zweiten Rezession. Diese wurde allerdings vor allem durch die steigenden Erdölpreise ausgelöst (Grund war das berühmte politisch motivierte Erdölem-bargo und führte zu den autofreien Sonntagen).

Zum heutigen Zeitpunkt ist die Wirtschaftserholung nicht besonders steil, sondern verläuft eher flach. Dieser Umstand deutet aber nicht auf eine neuerliche Rezession hin, sondern ist vielmehr darauf zurückzuführen, dass die Konsumnachfrage in der Rezession nicht völlig zusammengebrochen war. Deshalb kann sich die Nachfrage nach der Rezession auch nicht fulminant steigern. **Die wirtschaftliche Erholung wird überdies auch noch dadurch verlangsamt**, dass in den Bereichen EDV und Telekommunikation immer noch Überinvestitionen bzw. Überkapazitäten bestehen und daher in diesen Wachstumsbereichen der letzten Jahre erst eine minimale Nachfrage herrscht. Die schleppende Wirtschaftsentwicklung ist aber auch darauf zurückzuführen, dass einerseits Japan immer noch in einer strukturellen Krise steckt, während andererseits in der EU - und insbesondere in Deutschland - Arbeitsgesetze die notwendigen industriellen Restrukturierungen verhindern.

Die Wirtschaftsentwicklung wird aber allein deshalb langsam verlaufen, weil ein übergrei-

fendes Wachstumsthema bzw. **ein starker Wachstumsimpuls aus einem bestimmten Industriebereich fehlt**. Beim letzten Aufschwung ging dieser Impuls im wesentlichen von der Telekommunikations- und zum Teil auch von der EDV-Branche aus. Heute ist noch keine neue Technologie erkennbar, die einen Wachstumsschub auslösen könnte. Es

Gesunde wirtschaftliche Entwicklung führt zu Prosperität

stimmt, dass die zögerliche Wirtschaftserholung für die Beteiligten unbefriedigend ist, da die Wirtschaft in vielen Bereichen nicht wächst und sich die Gewinne der Unternehmen nicht erhöhen, sondern nur langsam stabilisieren. **Die schleppende Wirtschaftserholung hat aber auch Vorteile**: Die Notenbanken werden die Zinsen nicht erhöhen, solange die Wirtschaftsentwicklung relativ schwach ist, so dass sich **auf längere Zeit ein freundliches Börsenklima entwickeln kann**. Die Erfahrung zeigt, dass sich die Börse dann am besten entwickelt, wenn die Wirtschaft bei stabilen, tiefen Zinsen relativ langsame Fortschritte erzielt. Wäre die Wirtschaftserholung dagegen stark, so würden die Zentralbanken bereits zum heutigen Zeitpunkt die Zinsen wieder erhöhen, um wegen der positiven Wirtschaftsentwicklung inflationäre Tendenzen zu verhindern. Diese Zinserhöhungen würden zu tieferen Aktienkursen führen, so dass eine schnelle Wirtschaftserholung letztlich für die Entwicklung der Aktienmärkte negativ wäre.

Kein Double Dip wegen tiefer Zinsen

Kein „Double Dip“

Die relativ verhaltene Wirtschaftsentwicklung und die damit verbundene Situation an der Zinsfront führen uns zur Überzeugung,

dass keine „Doppelrezession“ droht, da es aufgrund der oben geschilderten Entwicklung nicht zu einer Inflationsgefahr kommt. Die Notenbanken müssen keine Gegenmassnahmen ergreifen und können so die sich langsam erholende Wirtschaft weiterhin im heutigen Zinsumfeld gedeihen lassen. Sie können das Wachstum sogar noch durch geeignete Massnahmen fördern.

Zur Zeit sind keine inflationären Tendenzen oder ein Preisschock zu erkennen, wie das 1973 der Fall gewesen war, der tatsächlich zu einer Neubeurteilung des Inflationspotentials und damit auch zu einer entsprechenden Änderung in der Geldpolitik führen müsste. Insbesondere hat sich die Situation auf dem Erdölmarkt stabilisiert und es sind auch keine sonstigen Preisanstiege auszumachen. Unserer Meinung nach könnten im jetzigen wirtschaftlichen Umfeld nur schockartig auftretende externe Ereignisse wie z. B. ein grösserer Krieg (IRAK) oder grosse Terroranschläge in den USA zu einer Doppelrezession führen.

Langsamer Wirtschaftsaufschwung mit sektoriellen Schwächen.

Auch wenn es nicht zu einem „Double Dip“ kommt, so müssen wir uns doch daran gewöhnen, dass die Wirtschaftserholung äusserst langsam verlaufen wird. In den nächsten Monaten werden noch lange widersprüchliche Meldungen zu vernehmen sein, die teilweise auf Wirtschaftswachstum, teilweise aber auch auf einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität hindeuten. Sicherlich werden noch mehrere Monate vergehen, bei denen die Beschäftigungszahlen relativ schwach sind und Indikatoren wie z. B. das Bruttosozialprodukt eher eine positive Entwicklung zeigen. Wir werden uns aber auch daran gewöhnen müssen, dass einzelne Industriebereiche, wie insbesondere EDV oder die Telekommunikation, wesentlich mehr Zeit brauchen werden, um sich zu erholen als andere Industriesektoren.

Impressum:

Herausgeber: INVICO® Asset Management AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich
Verantwortlich für den Inhalt: Rolf Schlegel, Helmut Beyer

Portfolio-Analyse



Vor dem Aufschwung: Portfolio bereinigen

Beim letzten Aufschwung haben viele Anleger davon profitiert, dass wir das Portfolio neu strukturierten und „hoffnungslose“ Titel durch Aktien von erfolgreichen Unternehmen ersetzen. Die Flops müssen den Gewinnern Platz machen. Eine optimal richtige Strategie, welche das beste Risiko-/ Renditeprofil aufweist, hat das Ziel, die vergangenen Verluste wettzumachen.

Unser Analyseteam durchforstet Ihr Portfeuille und unterbreitet Ihnen unter Berücksichtigung Ihres Risikoprofils konkrete Vorschläge zur Optimierung Ihrer Anlagen.

Invico® ist besonderen Sicherheitsvorschriften unterworfen und verbürgt sich für äusserste Diskretion.

Senden Sie uns Ihre Portfeuilleaufstellung zusammen mit diesem Talon ein (Bankauszug genügt):
Vertraulich, Rolf Schlegel, Invico Asset Management AG, Postfach, CH-8022 Zürich



An INVICO: Bitte analysieren Sie beigelegtes Portfolio

Name, Vorname: _____			
Adresse: _____			
Tel.: _____		Fax: _____	
E-Mail: _____			
Beilagen:		Bankdepotauszüge <input type="checkbox"/>	Liste des Portfolios <input type="checkbox"/>
Meine Risikobereitschaft umfasst:			
_____ % Wachstum:	<u>Direktanlagen in Aktien und Aktienspezialfonds</u>		
	Ziel: Wahrnehmen der Wachstumschancen in volatilen Aktien von Small caps und Emerging markets		
_____ % Aufbau:	<u>Blue Chip-Aktien / Aktienfonds (SMI, STOXX 50)</u>		
	Ziel: Durch beschränkte Kursschwankungen Wahrnehmen langfristig besserer Erträge Von Aktienanlagen und Aktienfonds		
_____ % Sicherheit:	<u>Obligationenfonds, Geldmarktanlagen, Immobilienfonds</u>		
	Ziel: Vermeidung von starken Kursschwankungen, keine überdurchschnittliche Performance, primär Anlage in festverzinslichen Werten		
Anlagehorizont in Jahren:	<input type="checkbox"/> 1-2	<input type="checkbox"/> 3-5	<input type="checkbox"/> 6-10 <input type="checkbox"/> >10



INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG

Die INVICO[®] Anlagestrategie:

(Kalenderwoche 32, 2002)

- **Sicherheitsstufe:** CHF übergewichten, Mittelfristige Obligationen 3 Jahre (20 %), Immobilienfonds (40 %), Geldmarkt (40 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz und USA übergewichten, Europa neutral. Aktien: Nestlé, Novartis, Roche, Swiss Re, Zurich FS, UBS, Swatch, Richemont, Clariant, Holcim, BMW, Deutsche Bank, Allianz, SAP, P & G, IBM, Intel, Microsoft, XMTCH, FRESCO
- **Wachstumsstufe:** Golay Buchel, Kardex, Bucher, Komax, Sarna, Disetronic, Nationalversicherung, Phonak, Minicap, Süss, QQQ. Fonds Südostasien (max. 10 %), Internet / Hightech Aktienfonds (max. 5%), Japan-Fonds

Bemerkungen: Die Börsen sind extrem volatil. Wir erwarten jedoch eine Konjunkturbelebung im 2. Halbjahr 2002. Die hohen Geldmengen, die tiefen Zinsen sowie die Steuersenkungen werden die Wirtschaft beleben. Die USA als Zugpferd, Asien und Europa als Trittbrettfahrer, werden aus der Rezession kommen. Wir bevorzugen die Schweiz und Europa aus währungspolitischen Gründen.

Die INVICO[®] Anlagestrategie ist Grundlage für die Vermögensverwaltung und wird für INVICO[®] - Kunden wöchentlich den Marktverhältnissen angepasst. Die Anlagen werden laufend überwacht.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.



Ich interessiere mich für eine unverbindliche und kostenlose Beratung und bitte um telefonischen Kontakt.

Rufen Sie mich vorgängig unter folgender Nummer an:

Name, Vorname: _____

PLZ, Ort, Land: _____

Tel.: _____ Fax: _____

E-Mail: _____

Noch einfacher ist es, wenn Sie bei uns vorbeikommen.

Ich möchte keine weiteren Finanzbriefe erhalten.

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich

Tel.: + 41 (0) 1 267 60 80, Fax: + 41 (0) 1 261 72 88, E-Mail: info@invico.ch



Mit uns arbeitet Ihr Kapital!

